

L'argent du pétrole

Pierre-Marie Lamac et Jean-Paul Nicolai,

*Respectivement Université Paris-Dauphine
et Service des études, Caisse des dépôts et consignations*

Par leur soudaineté, leur ampleur et leur répétition, les « chocs pétroliers » de 1973-1974 et 1979-1980 fournissent une riche matière à réflexion aux économistes en quête de beaux exemples de chocs réels. La nature très largement exogène de leurs causes permettant de craindre à l'avenir le retour de scénarios voisins, la recherche de leçons à en tirer peut sembler légitime. Du point de vue de la macro économie « réelle » une telle tentative ne présente que des risques limités, dans la mesure où le cadre d'analyse disponible a fait ses preuves.

57

LE DOUBLE CHOC INITIAL

Il n'en est peut-être pas de même si l'on cherche à adopter un « point de vue financier », et l'on peut alors s'interroger à la fois sur la possibilité et sur l'intérêt d'une réflexion qui se voudrait autonome par rapport à la démarche habituelle en termes d'ajustement des balances courantes et d'égalisation ex-post des flux d'épargne et d'investissement.

La spécificité d'une vision financière réside essentiellement en ce qu'elle se fonde sur des comportements individuels d'optimisation intertemporelle prenant explicitement en compte des anticipations, que modifient des informations arrivant au fil du temps.

Par « comportements individuels » il faut entendre ici soit ceux des individus représentatifs des intervenants et des commentateurs sur les marchés de capitaux « occidentaux », soit ceux des responsables de la gestion des excédents pétroliers. Dans ce dernier cas l'explicitation des motivations et l'agrégation des comportements sont grandement facilitées par le caractère centralisé de la prise de décision, par exemple dans le cadre de la SAMA (Saudi Arabian Monetary Agency) ou du KIO (Kuwait Investment Office).

C'est d'abord le rôle des anticipations, hélas (ou peut-être heureusement) moins rationnelles en pratique qu'en théorie, qui peut justifier un examen rétrospectif de l'impact financier des chocs pétroliers. Dans cette logique, les « effets » financiers d'un événement quelconque (variation du prix du brut, guerre, prise d'otages, gel d'avoirs, etc.) relèvent de raisonnements en terme

de répercussions de « nouvelles » (*news*) plutôt que d'enchaînements mécaniques.

Les marchés de capitaux sont par excellence le domaine des emballages, des modes et des contagions, et ce qui est instructif pour notre propos est l'expression qui en a été donnée à chaud par une multitude de commentateurs légitimes. Il ne s'agit pas de se gausser, après coup et à peu de frais, des tentatives de diagnostic, honnêtes et malheureuses, effectuées par des professionnels sérieux, mais de prendre conscience des biais systématiques dans la formation d'opinions susceptibles d'influencer les marchés et même les décisions de politique économique.

Ce sont probablement les aspects stratégiques et en particulier les croyances concernant les intentions des autres agents qui ont été les principales sources d'aberrations. En faire un rapide panorama nous replacera dans l'ambiance particulière de l'époque.

Prêter, en dépit des apparences, aux détenteurs de revenus pétroliers la gamme complète des comportements des gestionnaires de patrimoines rationnels n'est pas le seul ancrage possible à l'analyse économique la plus traditionnelle. Leurs décisions ne peuvent en effet être analysées indépendamment de l'environnement macrofinancier international avec lequel elles sont en interaction. Même si, pour simplifier, nous considérons comme une donnée l'évolution de cet environnement, la régularité de comportements individuels, « normaux » peut être brouillée par les réactions, également « normales », à des bouleversements extérieurs. Nous sommes ainsi invités à une mise au point qui doit précéder tout examen rétrospectif précis.

La surprise des observateurs et certaines de leurs erreurs de diagnostics peuvent enfin s'expliquer par l'hétérogénéité de comportements individuels, tous également rationnels au sens le plus étroitement économique, mais découlant de préférences et de contraintes imparfaitement observées ou prévues. La tendance à traiter en bloc tous les pays de l'OPEP ou même seulement ceux du Moyen-Orient est sans doute le principal obstacle à une bonne compréhension de ce qui s'est passé ou de ce qui pourrait se passer.

GRANDES ET PETITES PEURS EN OCCIDENT

Il apparaît rétrospectivement que c'est par leur impact sur la psychologie collective que les chocs pétroliers ont eu l'effet le plus immédiat et le plus spectaculaire sur les milieux financiers. De la presse spécialisée aux plus hautes instances internationales, en passant par les « décideurs » financiers et par toute la gamme des responsables en matière de politique économique, les réactions immédiates dans leur quasi-totalité ont manifesté un ensemble de biais, surestimations ou sous-estimations, qu'il n'est pas excessif de regrouper sous le nom de « peurs » ; grandes ou petites.

De ce point de vue, les titres de la presse, mais aussi ceux d'études plus officielles, sont révélateurs, même si très souvent les contenus ainsi annoncés

L'ARGENT DU PÉTROLE

étaient un peu plus nuancés. Bornons-nous à citer, en versions originales : « Can the banks do the job again ? », *Institutional Investor* (septembre 1979) ; « The big OPEC pull-out », *Eurromoney* (July 1980) ; « Arab banks grow. A tool to control the world's capital », *Business Week* (October 6, 1980) ; *Are OPEC Financial Holdings a Danger to US Bank or the Economy ?* General Accounting Office (June 11, 1979) ; *Federal Response to OPEC Country Investments in the United States*. Hearings before Subcommittee of the House Committee on Government Operations (GPO, 1981).

Il peut être instructif d'essayer d'organiser cet ensemble d'erreurs d'appréciation et de soupçons injustifiés en une typologie systématique.

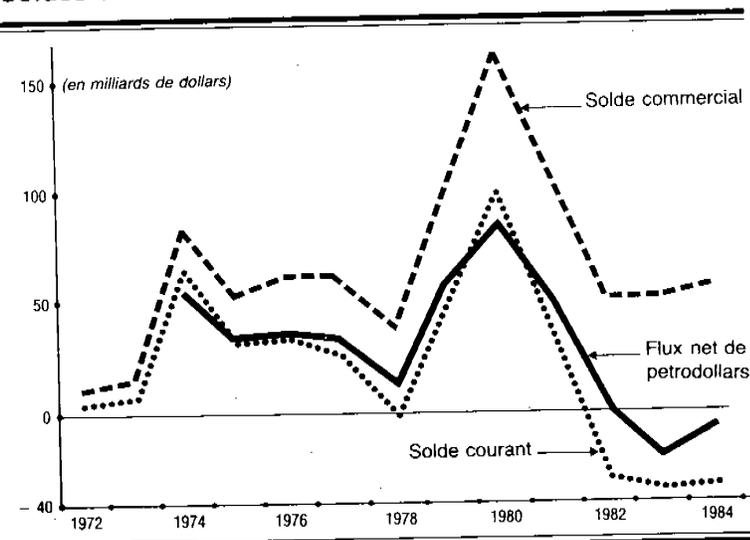
Tout d'abord la pure et simple erreur de prévision sur les encours accumulés de menaçants « pétrodollars » conditionne tout le reste. Même quand on sait que les prévisions d'encours sont très sensibles aux erreurs sur les flux et qu'il est impossible de dater avec précision les retournements futurs, on peut être surpris par l'ampleur de la marge de surévaluation : pour ce qui concerne le premier choc, les prévisions d'excédents cumulés pour la période 1974-1978 étaient couramment comprises entre 300 milliards de dollars (estimation OCDE) et 600 milliards de dollars (estimation Banque Mondiale), à comparer à une réalisation de l'ordre de 180 milliards.

Plus troublante encore est la répétition pratiquement à l'identique, ordres de grandeurs compris, de la même erreur lors du 2^e choc. Après avoir sobrement constaté que « l'inquiétude gagne à nouveau les financiers », et

59

GRAPHIQUE 1

Soldes extérieurs de l'OPEP et flux net de pétrodollars



Sources : FMI, Bank of England, estimations OFCÉ

avoir qualifié de « pour le moins préoccupant » des montants estimés de surplus cumulés pour 1980-1985 compris entre 380 et 580 milliards de dollars, le bulletin *Conjoncture-Paribas* d'avril 1980 considère comme acquis que « [les] excédents de l'OPEP [...] ne sauraient fondre aussi rapidement qu'en 1976-1978 » (p. 56).

Le second élément fondamental est simplement la surestimation de l'agressivité des pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et par extension de tous les membres de l'OPEP. On pourrait dire en caricaturant un peu que d'emblée « l'arme des pétrodollars » est apparue comme devant compléter « l'arme du pétrole » dans une guerre sans merci menée sur tous les fronts par « les pays arabes ». Poussée à l'extrême, ce qu'elle n'a jamais été vraiment, une telle conception attribue aux pays exportateurs de pétrole une homogénéité de comportements qu'ils n'ont jamais eue.

Par exploitation de ces deux thèmes, c'est finalement sous les deux rubriques « défauts d'analyse économique » d'une part et « soupçons de noirs desseins » de l'autre que peut être rangé le plus grand nombre des réactions observées.

Deux erreurs d'appréciation purement économiques méritent de retenir l'attention. La première concerne l'aptitude du système bancaire à assurer le recyclage des excédents. Même si les marchés d'eurocrédits existaient déjà en 1973, il faut bien comprendre qu'il était difficile d'imaginer que, grâce aux crédits consortiaux, ils puissent connaître, sans incidents majeurs, une multiplication de leur taille par six au cours des années 1973-1982.

On peut certes s'interroger sur la rationalité du comportement de banques internationales facilitant une croissance excessive de l'endettement des PVD, mais il s'agit là d'un problème qui dépasse largement celui du placement des excédents pétroliers¹.

L'autre grande crainte raisonnable, d'ailleurs étroitement liée à la précédente, était de voir les exportateurs préférer conserver leur pétrole sous terre, faute de possibilités d'investissements suffisamment rentables. Les malheurs récents du Koweït montrent cependant qu'en l'absence de toutes autres considérations, l'investissement international de recettes pétrolières a le grand avantage de rendre « portable » l'économie d'un pays.

Les interprétations erronées attribuant des intentions malveillantes à des comportements économiques d'une rationalité ordinaire se sont naturellement appuyées sur des coïncidences.

Alors qu'il est inévitable qu'un important excédent apparu brusquement soit d'abord placé à court terme en prévision d'emplois longs définitifs, il était tentant de voir une menace dans le maintien, sous forme liquide, de montants importants, dont le déplacement pouvait à chaque instant dévaster un système bancaire ou déstabiliser le dollar.

Lorsqu'en 1980, l'Arabie Saoudite a réorienté une relativement faible partie de ses fonds investis vers la RFA au détriment des États-Unis (*The Big Pull I*) on a vu dans cette manœuvre soit une « riposte » au gel des avoirs iraniens de

¹ Sur « l'orgie de crédits » à laquelle se livrèrent les banques voir V. Kessler, « La dette du Tiers Monde », in *Revue d'économie financière* (n° 14, automne 1990).

novembre 1979 soit même une tentative de pression pour obtenir la fourniture de chars allemands Leopard 2.

Le même genre d'interprétation tendancieuse n'a pas épargné les prêts de l'Arabie Saoudite au FMI (accord conclu en mai 1981) supposés destinés à accroître son influence au sein du Fond ou même à y procurer à l'OLP un statut d'observateur. De même encore, à la même date, la « révélation » par le *Washington Post* de l'existence de cinq discrets portefeuilles d'actions koweïtiens (d'une valeur totale de 3,7 milliards de dollars) confiés à Citibank ne pouvait que faire redouter soit une possible déstabilisation de Wall Street, soit une mainmise sur des secteurs clés de l'économie, en particulier ceux liés à l'énergie. C'est naturellement en matière d'investissements directs, spécialité koweïtienne, que le danger était le plus présent, les meilleurs exemples étant les raffineries et surtout la société américaine Santa Fe International, spécialisée dans la mécanique, l'ingénierie et le forage et achetée en 1981 (valeur totale actuelle 2,5 milliards de dollars).

Plus grave peut-être que les erreurs d'interprétation des motivations des investisseurs était la sous-estimation de la solidité du système qu'on les soupçonnait de vouloir contrôler voire déstabiliser. En réalité, le premier obstacle à une telle opération résidait simplement dans la faiblesse relative des montants susceptibles de l'alimenter : quelques pourcents du total des titres émis par le Trésor américain ou de l'encours d'eurodevises, moins de un pour cent de la valeur totale des actions des entreprises américaines.

61

Quoi qu'il en soit, à tous les niveaux, l'interdépendance et la supervision des différents marchés et intermédiaires éliminaient pratiquement tout risque global :

- les fonds liquides retirés brutalement d'une banque ne pouvaient que se retrouver dans une autre, prête à alimenter la liquidité de la première via le marché interbancaire ;
- on sait maintenant, et depuis quelques années déjà, que les prêteurs en dernier ressort nationaux, lorsqu'ils sont confrontés à des risques qui restent maîtrisables, ont le désir et les moyens d'une action rapide et efficace à court terme ;
- sur les marchés de changes, le développement de la coopération entre Banques centrales (accords de swap, lignes de crédit) a doté chacune d'elles de capacités de résistance pratiquement infinies face à une attaque ou à une menace d'attaque.

Dans tous les cas, les délais nécessaires à l'exécution des mouvements de fonds et la possibilité de recourir à un gel de ces mouvements facilitent encore davantage la résistance.

Enfin et surtout, la meilleure garantie du maintien d'un état de fonctionnement normal des marchés de capitaux restait l'intérêt prioritaire qu'avaient les participants à voir préservée la valeur de leurs investissements, la déstabilisation systématique volontaire d'un marché risquant fort d'entraîner des pertes pour qui en est responsable.

À LA RECHERCHE DE LA SIMPLICITÉ PERDUE

La révision à la baisse de l'importance relative des montants concernés et, en matière de comportements, l'abandon des interprétations erronées de coïncidences ponctuelles, ne constituent que des préliminaires à une clarification des aspects financiers des chocs pétroliers.

Avant de dégager les éléments d'une rationalité véritablement économique et financière, nous devons dissiper les confusions introduites par l'intervention simultanée d'un certain nombre d'autres bouleversements « financiers ».

De 1973 à 1982, les chocs pétroliers et leurs conséquences immédiates ont pris place dans un contexte général riche en événements spectaculaires, comme l'est toute période de dix années consécutives extraite au hasard de l'histoire économique récente. Citons, en nous limitant aux aspects financiers internationaux pertinents et sans prétendre à l'exhaustivité : le retour à la flexibilité des taux de change au début de 1973 ; les retentissantes faillites bancaires qui lui sont liées (Bankhaus I.D. Herstatt et surtout Franklin National Bank, en 1974) ; l'apparition puis le gonflement accéléré du déficit commercial des Etats-Unis ; « l'explosion » des euromarchés et plus précisément de l'encours des eurocrédits consortiaux consentis aux pays en voie de développement² ; « l'envolée » des taux d'intérêt américains à partir de 1980 avec maintien des taux réels à des niveaux élevés ; « la flambée » du cours du dollar qui s'ensuit ; « la crise mexicaine » d'août 1982, marquant officiellement le départ de la phase dramatique du problème de la dette des pays en voie de développement.

Il serait naïf d'y chercher systématiquement des rapports directs, de cause à effet, avec les mouvements de « pétrodollars », auxquels on pourrait finalement imputer la responsabilité de « l'instabilité croissante » constatée.

On pourrait analyser une démarche plus sophistiquée consistant à essayer d'explicitier un vaste système d'interdépendances, au sein duquel les chocs pétroliers et leurs aspects financiers seraient conçus à la fois comme causes et conséquences. Elle est rendue superflue par le fait que ce sont les aspects « réels » des chocs qui priment. Au début sont les effets macro-économiques et les réactions de politique économique, qu'il s'agisse par exemple, pour les grands pays développés importateurs de pétrole, de lutter contre l'inflation ou d'ouvrir les marchés nationaux aux investisseurs étrangers. La finance ne fait que suivre.

N'obéissant à aucune motivation machiavélique et ayant un caractère subordonné sinon passif, ce qu'on doit tout simplement appeler la politique d'investissement financier optimal des pays de l'OPEP (essentiellement moyen-orientaux) apparaît finalement comme pouvant relever d'une rationalité banale. Avant d'en arriver à pratiquer une analyse détaillée en termes de choix

² Cf. « Endettement bancaire international, 1974-1982 » in *Banque des Règlements internationaux*, 53^e Rapport annuel (juin 1983) et « Développements in the international syndicated loan market in the 1980s » in *Bank of England Quarterly Bulletin* (February 1990).

L'ARGENT DU PÉTROLE

de portefeuilles, il importe cependant d'expliciter la coexistence et éventuellement la hiérarchie des grands objectifs poursuivis par ces investisseurs particuliers. A ce niveau de généralité, on ne peut s'en tenir, comme explication du comportement de fixation du prix du pétrole, à la maximisation des revenus monétaires (actualisés) susceptibles d'être investis.

Sans adopter un point de vue géopolitique et en se limitant aux aspects les plus économiques, on peut tenter une énumération des facteurs généraux pouvant peser sur les décisions d'un pays producteur de pétrole :

1) son aptitude à influencer sur le prix mondial et son désir d'utiliser cette influence, soit dans le sens de la modération et de l'ajustement, soit dans le sens de la tension, avec le risque que cela comporte pour la stabilité de l'économie mondiale ;

2) la recherche d'une gestion optimale de ses réserves de brut ;

3) sa politique de développement, se traduisant par une absorption des revenus pétroliers sous forme de dépenses d'infrastructure ou d'importation de biens d'équipement.

Les considérations de potentiel militaire (et de financement effectif de conflits) ou d'aide économique accordée à d'autres pays (éventuellement engagés eux-mêmes dans des conflits) pourraient compléter cette liste.

Qu'il s'agisse des montants disponibles à un instant donné ou des emplois qu'il est souhaitable de leur trouver, les choix de gestion financière apparaissent finalement comme subordonnés aux considérations précédentes.

Pour rendre compte du placement de montants apparaissant finalement comme résiduels, il ne nous reste plus qu'à passer en revue des considérations qui sont celles qui fondent les choix financiers ordinaires :

- des fonds dont le réemploi est prévu à court terme, dans le cadre d'une politique de développement planifié, restent sous forme liquide ;
- perçus en dollars et destinés à des paiements en dollars, ils ne sont pas convertis ;
- dans le cas de fonds placés à moyen terme, parce que leur réemploi est différé, l'accent est mis sur le maintien de la valeur du capital investi ;
- toujours dans une perspective d'éventuelle liquidation, pour réemploi prévu, retournement du marché pétrolier ou autres revers de fortune, la préférence est donnée à de vastes marchés très liquides, dont l'archétype est celui des titres publics américains ;
- dans la comparaison entre actifs peu risqués, les meilleurs rendements sont systématiquement recherchés. En cette matière, la prohibition islamique des paiements d'intérêt ne semble pas jouer de rôle significatif.

Cette gestion financière, internationale par nature, est soumise à des contraintes particulières qui se modifient au cours du temps et qui sont des obstacles à la diversification, autre grand thème de la gestion d'actifs. En effet, à la fin des années 70, l'accès des capitaux étrangers à la plupart des marchés nationaux était sévèrement limité sinon pratiquement interdit, les meilleurs exemples étant fournis par la RFA et le Japon. Dans ces conditions, il est normal que, par exemple, un rééquilibrage en faveur du deutsche mark au

détriment du dollar ait dû attendre un changement spectaculaire de l'attitude des autorités allemandes, désireuses de financer le déficit extérieur apparu à la suite du deuxième choc pétrolier. La pénétration tardive des marchés japonais a de même nécessité la levée de barrières et un certain temps d'apprentissage.

De l'ensemble des considérations précédentes, on ne peut pas déduire un comportement type, représentatif de celui de l'ensemble des pays détenteurs d'excédents pétroliers. Même s'ils se sont tous révélés après coup de très rationnels gestionnaires de fonds, la variété de leurs situations initiales, de leurs objectifs et des contraintes qu'ils subissaient les a conduits à des politiques de placement, elles aussi assez variées.

Bien que chaque pays mérite une étude particulière, ce sont l'Arabie Saoudite et le Koweït qui offrent les exemples les plus instructifs. Se limiter à leur cas permet déjà de rendre de l'emploi de 71 % des surplus accumulés par l'OPEP de 1974 à 1982 (47,2 % pour l'Arabie Saoudite et 23,8 % pour le Koweït). Leurs rivaux que sont l'Iran et l'Irak, respectivement comparables du point de vue des surplus accumulés, aux Emirats Arabes Unis (10,5 %) et à la Lybie (6,5 %), sont moins intéressants du point de vue financier, car leurs excédents ont été absorbés par la guerre.

Parmi les pays de l'OPEP, l'Arabie Saoudite est de loin le plus gros détenteur d'avoirs étrangers. De 1974 à 1982, ces avoirs se sont accrus de 160 milliards de dollars. L'essentiel en est géré par le gouvernement, par l'intermédiaire de la SAMA.

Parmi les grands objectifs auxquels sont subordonnés l'apparition et l'usage des excédents, le désir de régir le marché mondial du pétrole est primordial. Il faut lui rattacher une prise en considération de l'équilibre économique mondial et le maintien de liens privilégiés avec les Etats-Unis, en particulier en matière financière, où l'on a su parler de « l'axe financier Washington-Riyadh »³.

A ce premier ensemble de considérations générales s'ajoutaient les exigences d'une politique de développement des infrastructures d'abord, puis de l'industrie, c'est-à-dire finalement une « absorption » relativement importante.

Il était naturel, dans ces conditions, que les excédents saoudiens soient gérés en prévision soit du risque d'importants ajustements à la baisse de la production pétrolière, soit d'un réemploi à échéance proche. Les placements longs (échéance supérieure à 7 ans) étaient écartés, la liquidité et la sécurité étaient privilégiées, ce qui excluait les actions.

Généralement considéré, à juste titre, comme conservatrice et même passive, cette question poursuivait aussi, dans la mesure du possible, un objectif de diversification, en particulier en direction du Deutsche mark (achat direct de 11 milliards de DM de titres publics au début des années 1980), du DTS (ce qui a l'avantage de contribuer à une image de responsabilité internationale) du Yen et même du Franc français, tous ces placements étant

3 In *International Currency Review* (July 1982).

justifiés par des considérations de rendements et d'ouverture des marchés, bien davantage que par des motifs « politiques ».

LA HUITIÈME SŒUR

Tout aussi planifié que celui de l'Arabie Saoudite, le développement du Koweït ne pouvait évidemment conduire à une absorption comparable. Il a cependant l'intéressante particularité de prendre très explicitement en considération le sort des générations futures, par l'intermédiaire du Fonds de Réserve pour les générations futures, créé en 1976, recevant chaque année 10 % au moins des recettes pétrolières et s'interdisant toute dépense avant l'année 2001.

Exempté des servitudes et des aléas du rôle de responsable de l'ajustement sur le marché mondial du pétrole, le Koweït a pu s'assurer un flux d'excédents plus réguliers. Compte tenu de sa faible absorption, il a pu, dans la gestion de ses abondants surplus, s'inspirer d'une logique plus strictement financière, renonçant à privilégier la liquidité et la sécurité et acceptant les arbitrages rendement-risque sur des placements relativement longs.

Cela devait naturellement conduire à des investissements en actions, principalement aux Etats-Unis. A la fin de 1982 le total du portefeuille d'actions américaines était de l'ordre de 11 milliards de dollars, la plupart des 500 plus grandes sociétés étant représentées chacune par un montant compris entre 1 million et 50 millions de dollars.

65

Dans le même ordre d'idées, mais plus remarquables, ont été les investissements directs, immobiliers dans une relativement faible mesure, mais surtout sous forme de prises de participations massives. Les plus remarquées ont visé Santa Fé International aux Etats-Unis et Hoechst et Daimler-Benz en RFA.

En même temps qu'une recherche effective du contrôle de certaines entreprises, s'affirmaient des choix tendant à équiper le Koweït d'une véritable industrie pétrolière, dotée de ses diverses composantes : prospection, ingénierie, raffinage et distribution hors du territoire koweïtien. Ce sont ces opérations complémentaires menées par le KPC (Kuwait Petroleum Corporation) qui ont permis de parler d'une tentative de rejoindre les sept « Majors »⁴.

Enfin, pour illustrer l'orientation résolument financière du comportement du Koweït, citons quelques épisodes parfois peu convaincants mais toujours significatifs : le désir de développer les compétences des Koweïtiens en leur faisant gérer eux-mêmes leurs fonds ; le développement des banques koweïtiennes ; la création et la gestion d'un marché d'obligations libellées en Dinars koweïtiens ; la spectaculaire bulle de la Bourse non officielle du Souk al Manakh en 1982.

⁴ Cf. « KPC Joins the Seven Sisters », Middle East Economic Digest (February 5, 1982) ou « KPC gets Ready to Join the Oil Majors », Middle East Economic Digest Special Report (May 1982).

DES LEÇONS RAPIDEMENT TIRÉES

Considérés d'un point de vue strictement financier, les chocs pétroliers ont, l'un après l'autre, largement déjoué toutes les prévisions.

Une fois admises la fragilité de toute prévision de flux financiers et la grande variété des situations individuelles des pays exportateurs de pétrole, on reste surpris après coup par une sorte de refus d'imaginer que les choses puissent se passer en accord avec les formes les plus élémentaires de la rationalité financière. De toute façon les problèmes posés par les aspects financiers des chocs (et contre-chocs) pétroliers ont rapidement perdu une grande partie de leur intérêt, essentiellement à cause de la faiblesse relative des montants en jeu, faiblesse qui n'a cessé ensuite de s'accroître en comparaison de la taille des marchés internationaux, du gonflement de la dette des pays en voie de développement, de l'ampleur des difficultés du système financier américain et des montants des déficits et excédents, publics ou extérieurs, des pays développés, capitalistes ou non.

Il est remarquable que le contre-choc de 1985-1986 n'ait pas déclenché chez les financiers une euphorie symétrique de leurs inquiétudes de la décennie précédente. Lorsque le bulletin *World Financial Markets* de Morgan Guaranty Trust (March 1986) traite du thème *Oil and the dollar: risks and opportunities*, il se place du strict point de vue de la macro-économie ouverte la plus traditionnelle.

66

RETOURNEMENTS ET PERSISTANCE : 1982/1989

Dans les années quatre-vingt, l'environnement des pays exportateurs apparaît profondément perturbé (retournements du prix du pétrole et du dollar, crise de l'endettement des pays en voie de développement...). Si l'analyse menée dans la partie précédente est pertinente, on doit pouvoir retrouver globalement les marques d'une même rationalité dans les comportements de ces pays, malgré un contexte radicalement transformé ; on doit également retrouver la relative déconnexion entre ces comportements financiers et les retournements observés dans l'évolution des marchés financiers. Seule une réponse positive autorisera, dans une dernière partie, à donner quelques éléments prospectifs au recyclage des excédents issus de la crise du mois d'août 1990.

L'étude des chocs de 1973 et de 1979 a mis essentiellement en évidence une politique financière assez peu agressive. Dépôts et investissements de portefeuilles restent des variables d'ajustement d'une stratégie prudente et complaisante (au regard des besoins des pays occidentaux), souvent axée sur la liquidité : liquidité comme critère de placement (recherche des marchés d'encours et de volumes de transactions importants et dépôts dans les banques), et comme objectif de long terme (participation à la stabilité du

système bancaire mondial garantissant une croissance économique sans crise majeure).

Deux phénomènes nouveaux apparaissent dans les années 1982/1989 : l'endettement d'une part, la déconnexion de l'évolution de l'encours des dépôts de celle du cours du brut d'autre part.

Les marges de manœuvre et la capacité de réaction

Les dépôts des pays de l'OPEP évoluent parallèlement au prix du brut jusqu'en 1987 (13 milliards en 1973, 120 en 1980). On n'observe en effet alors qu'une légère diminution des dépôts et une accélération de 1987 à 1990 (autour de 150 milliards de dollars) alors que le brut reste largement en deçà des 20 dollars par baril. En termes de flux, la baisse du prix du brut (à partir de 1981) entraîne des retraits dès 1982-1983 (21 milliards de retrait contre 8,4 milliards de dépôts annuels en moyenne sur 1974/1982). Le redressement des cours du brut en 1987 relance logiquement les dépôts. En revanche le maintien d'un flux de dépôts importants en 1988 et 1989 n'est pas directement interprétable sous les hypothèses de rationalité mentionnées plus haut : si les dépôts sont la variable d'ajustement naturelle jusqu'en 1987, ils ne semblent plus aujourd'hui répondre à cette logique lorsque l'on considère l'ensemble des pays de l'OPEP. Ce résultat est trompeur. Le changement de comportement de l'Arabie Saoudite (qui passe du rôle de producteur résiduel à celui de producteur leader) explique une bonne part de ces nouveaux dépôts (la propension à consommer est évidemment plus faible dans ce pays qu'en Irak) ; les gains réalisés en volumes exportés grâce à un prix bas et à une forte croissance mondiale en 1988 et 1989 sont clairement une autre source importante de déconnexion entre l'évolution du prix du baril et les flux de dépôts (l'évolution des balances courantes est beaucoup plus lissée que le retournement du prix du brut n'aurait pu le faire redouter — voir tableau) ; enfin, on observe une restructuration de la richesse nette, avec des cessions d'actifs de portefeuille permettant de maintenir un certain degré de liquidité.

67

Le rôle de l'endettement

Cette restructuration de l'actif est en fait une restructuration de la richesse nette des pays exportateurs. Certains pays en effet ne vont pas hésiter à conserver les marges de manœuvre que leur offre leur forte liquidité au prix de la croissance de leur endettement.

Si certains pays exportateurs ont en effet une dette importante, d'autres n'ont en revanche développé leur dette qu'en réaction au contre-choc pétrolier, dans une logique d'arbitrage entre cession d'actifs, réduction des importations, des dépenses publiques et endettement. A nouveau, on a observé entre 1983 et 1988 des comportements assez différenciés selon les pays.

En ce qui concerne les pays de l'OPEP, le total des créances des banques déclarantes (BRI) était à fin 1989 au niveau de 32 milliards de dollars. Très diversifiées par pays d'origine des banques elles restent à 60 % libellées en dollars. Elles sont constituées à 75 % de créances « jusqu'à un an » du fait des

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

crédits commerciaux et interbancaires. Le total des emprunts s'élève pour l'OPEP (auprès des banques déclarantes BRI) à 57 milliards de dollars contre 60 en 1989, 44 en 1986 et 1983 et 3 en 1973. Ces montants sont restés inférieurs à 40 % des dépôts dans ces mêmes banques. Seule l'Irak présente depuis 1983 un endettement très supérieur au montant de ses dépôts.

Quel rôle dans les turbulences financières des années 1980 ?

Les remarques précédentes rendent peu vraisemblable toute implication de l'argent du pétrole dans les évolutions parfois spectaculaires des marchés financiers dans les années quatre-vingt. On peut citer le rôle stabilisateur des pays exportateurs lorsqu'ils sont vendeurs de titres alors que les places boursières voient grossir ce que certains observateurs appelleront des bulles spéculatives. On peut également se souvenir de leur attachement au dollar lorsque celui-ci fut précipité à la chute. On peut enfin rappeler que la crise mexicaine coïncide certes avec le retournement du prix du brut, mais qu'une crise de solvabilité ne s'explique pas par l'observation des flux instantanés.

Dans tous les cas, les montants en jeu restent d'une ampleur limitée au regard par exemple des pertes de change enregistrées par les Japonais sur leurs actifs en dollars lors de la chute de ce dernier.

Ainsi, les analyses menées sur la période initiale des deux chocs des années soixante-dix apparaissent ici confortées : malgré les nombreux retournements observés dans leur environnement, la même rationalité semble à l'œuvre dans les comportements des pays pétroliers d'une part, celle-ci ne semble pas à l'origine des turbulences financières d'autre part.

68

TABLEAU 1

FLUX ANNUELS MOYENS OPEP (en milliards de dollars)

	1974-1978	1979-1982	1983-1986	1987-1988	1989
Balance courante	37	51,5	- 11	- 3	+ 3
Mouvement de capitaux	- 36	- 51	11,9	3,5	- 3
dont inv. directs	- 0,3	2	2,9	- 0,7	1,3
inv. de portefeuille	- 7,7	- 17,5	- 8,4	3,8	- 0,5
dépôts auprès des banques	- 7,0	- 9,8	7,7	- 11,4	- 1,9

Source BRI.
Un signe indique une sortie ou un déficit.

UN OPTIMISME RAISONNÉ : 1990/1991

Nous avons vu que les années soixante-dix avaient dramatisé la question du recyclage des capitaux pétroliers. Les années quatre-vingt en revanche négligèrent totalement les risques financiers, tant les observateurs dans leur majorité s'étaient désintéressés des conséquences d'un éventuel contre-choc.

L'épisode actuel, par sa dimension à nouveau guerrière, suscite de réelles inquiétudes sur l'économie réelle et s'inscrit dans un contexte financier ébranlé. Doit-on craindre les transferts de richesse vers les pays pétroliers dans un tel climat ? Faut-il redouter une amplification des déséquilibres actuels par un effet direct du « recyclage » ? Nous pensons qu'il n'en est rien, pour deux raisons :

- La première est la capacité d'apprentissage du système économique et financier : les chocs pétroliers seront de plus en plus vite absorbés d'un point de vue réel (énergies de substitution, contrats net back, etc.) ; les effets de recyclage également, par la multiplication des marchés et des instruments financiers et par la convergence des compétences et des critères de gestion des différents agents.

- La seconde raison incitant à la sérénité tient à l'analyse conjoncturelle financière de la fin de l'année 1990. Nous montrons ci-dessous en effet que les effets attendus vont plutôt dans le sens d'une stabilisation de l'équilibre financier mondial. Hélas, ces effets seront certainement de faible ampleur !

69

Un volume assez faible à recycler

L'hypothèse retenue pour le prix du baril est autour de 30 dollars en 1991⁵. Ce scénario peut être considéré comme un scénario médian, quelle que soit l'évolution sur le plan militaire raisonnablement envisageable. Sous cette hypothèse de prix, on peut évaluer mécaniquement — au niveau de production actuel — à 100 milliards de dollars environ les flux annuels supplémentaires pour les pays de l'OPEP. Les estimations de la propension à consommer ces revenus sont de l'ordre de 0,65. Les gains procurés par le choc à l'URSS⁶, ou à des pays comme le Mexique restent faibles et, en première approximation, intégralement consommés. Sous ces hypothèses, ce sont donc 35 milliards de dollars environ d'excédents pétroliers qu'il conviendrait de recycler en 1991.

Entre 1974 et 1978, 35 milliards représentaient également la moyenne sur la période des sorties de capitaux annuelles des pays de l'OPEP ; en revanche, entre 1979 et 1982, cette moyenne a été de 51 milliards de dollars. Le chiffre de 1991, considéré comme un pic, apparaît plutôt en deçà des effets des deux premiers chocs. De plus, nos hypothèses biaisent vers le haut notre résultat, et on doit comparer ce dernier au chiffre du scénario du FMI de cet

⁵ Le scénario de prix ainsi que le cadrage macro-économique d'ensemble sont fondés sur les derniers travaux en la matière du service des études économiques et financières de la caisse des dépôts (en date du 24/10/1990).

⁶ On ne considère ici que les effets directs et sans modification du niveau de production ; voir Ricœur (1990) pour une analyse détaillée.

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

automne : 31,2 milliards cumulés sur 1990 et 1991 pour les douze plus grands exportateurs nets de pétrole et 23 milliards cumulés seulement pour l'ensemble des exportateurs nets.

Dès lors, le volume de pétrodollars pour les années à venir peut-être considéré intrinsèquement comme assez faible. Toutefois, il devrait naturellement conduire à un allègement des tensions sur les taux d'intérêt, puisqu'il contribue à accroître l'épargne mondiale. Mais il convient de relativiser encore plus cet effet, puisque le volume attendu est de faible ampleur également au regard d'événements économiques jouant en sens inverse en 1990/1991 : le financement des pays de l'Est, et particulièrement celui de l'ex-RDA, devrait entraîner des transferts de capitaux de l'ordre de 159 milliards de dollars annuels⁷. Ces pays présentent des propensions marginales à consommer voisines de l'unité. D'autres événements sont susceptibles de modifier de manière importante l'équilibre épargne-investissement au niveau mondial : la fin du cycle de croissance des Etats-Unis, avec une importante dégradation des profits des entreprises, par exemple ; ou le transfert Japon-Etats-Unis, avec une importante réduction des déséquilibres commerciaux entre ces deux pays : la détérioration de l'excédent courant japonais est de l'ordre de 120 milliards de dollars en 1990, ce qui représente un effet non négligeable sur le volume d'épargne mondial, compte tenu de la différence importante entre les taux d'épargne du Japon et de ses principaux partenaires. La crise financière de ce pays au premier semestre 1990 (i.e. avant « l'effet pétrole ») représente à elle seule une perte de richesse d'un ordre de grandeur comparable à celle engendrée par la crise du mois d'août. Enfin, le retour des Etats-Unis à d'importants déficits budgétaires fin 1990 et en 1991 constitue une perturbation de l'équilibre financier international.

On constate ainsi que la crise pétrolière est à nouveau (comme en 1973, 1979 et 1985) concomitante à d'importantes sources de déséquilibres mondiaux : les effets du « recyclage » devraient donc passer relativement inaperçus dans le climat des années 1990/1991. S'il faut tout de même anticiper un effet global de ce recyclage, celui-ci doit plutôt être attendu comme un élément stabilisateur, puisque le choc majeur sur cette période reste le besoin de financement des pays de l'Est.

Quels effets sur la hiérarchie des marchés financiers ?

Si l'effet global n'est en aucune manière préoccupant, il convient de s'interroger sur les éventuelles modifications de la hiérarchie entre marchés (structure par terme, marchés des changes, endettement,...) que pourrait entraîner le recyclage des pétrodollars. A nouveau, outre le coût de délocalisation de l'épargne, ce sont les différences de comportement de placement entre les pays exportateurs et le reste du monde qui peuvent apporter des perturbations. Nous avons relevé dans les pages précédentes

⁷ L'ensemble des besoins publics de financement de l'ex-Allemagne de l'Est est estimée à 80 milliards en 1990 et à 150 en 1991 ; le financement extérieur supplémentaire attendu pour les autres pays de l'Est est de l'ordre de 70 milliards d'ici 1992 (service des études économiques et financières de la caisse des dépôts [en date du 24/10/1990]).

quatre éléments caractéristiques du comportement de placement de ces pays : la préférence pour la liquidité, l'attrait des placements en dollars (difficilement dissociable du critère de liquidité), une très grande intermédiation, un recours récent à l'endettement — par arbitrage ou par nécessité. L'étude présentée ci-dessous de ces quatre particularités observées dans le passé et de leur reproduction éventuelle dans les mois à venir, nous paraît relativement rassérénante.

La préférence pour la liquidité des pays exportateurs n'apparaît pas, dans le contexte financier de 1990, une réelle particularité : les inversions des courbes des taux dans les principaux pays industrialisés au premier semestre encourageaient en effet une allocation de l'épargne mondiale en faveur du monétaire. L'hypothèse, largement envisagée par les observateurs, d'une réformation de la structure par terme pour la fin 1990 et l'année 1991 repose à la fois sur le constat des besoins de financement des pays de l'Est et des Etats-Unis, sur des anticipations d'inflation poussant les taux longs à la hausse et sur les politiques monétaires cherchant à éviter la récession par une détente des taux courts. On peut donc considérer que ces mouvements seront contrebalancés et donc, en un certain sens, stabilisés par le placement massif de l'épargne nouvelle des pays exportateurs sur des produits très liquides. De plus, il convient de noter les récentes déclarations de l'Arabie Saoudite sur un accord de prêt à l'URSS de 4 milliards de dollars. Ainsi, la préférence pour la liquidité des pays exportateurs apparaît, dans le contexte des années 1990/1991, comme modérateur pour l'évolution de la structure par terme des taux d'intérêt.

71

L'attrait du dollar a toujours été en grande partie motivé, chez les pays exportateurs par la nécessité d'une grande liquidité. On a toutefois observé ces dernières années de nombreux placements en yens (du fait du Koweït en particulier) et, dans une moindre mesure, en marks. Si le marché des titres publics allemands devenait, comme attendu, particulièrement important en termes d'encours et de volume de transactions, on peut s'attendre à ce qu'une part des investissements soit réalisée en DM. Le maintien d'une position dominante en dollars ne met pas de toute façon ces pays en porte-à-faux vis-à-vis des marchés, puisque le rebond du dollar est largement anticipé. Seul le yen n'apparaît pas naturellement dans ces stratégies envisageables, et la devise nipponne pourrait légèrement souffrir des effets du recyclage de la crise du mois d'août 1990 (le fait que le Koweït soit le pays de l'OPEP le plus engagé sur des actifs libellés en yens joue également dans ce sens). Mais, globalement, le comportement des « pétroliers » n'apparaît en aucune manière profondément différent des orientations retenues par la plupart des autres investisseurs en matière de change.

Recyclage et intermédiation : un des effets essentiels des chocs précédents fut de procurer au système bancaire mondial d'importantes liquidités, l'essentiel des placements pétroliers restant sous forme de dépôts. Cette source de refinancement a permis des stratégies — parfois à hauts risques — non seulement de prêts aux pays en voie de développement, mais aussi de mise en œuvre de restructurations industrielles. La crise de

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

l'endettement des années quatre-vingt a peut-être rendu les banquiers plus prudents ; dans tous les cas, il est légitime de penser que l'aversion à l'égard du risque est mieux partagée aujourd'hui entre les pays exportateurs et leurs intermédiaires qu'elle ne l'était dans les années soixante-dix. Un tel argument ne signifie pas une réduction de l'intermédiation, mais un moindre effet de transformation pour un niveau d'intermédiation donné. Ce niveau devrait par ailleurs être réduit, par le développement accéléré depuis 1980 de nombreux nouveaux marchés et instruments financiers offrant une grande liquidité (*Rapport Cross, 1986*). Il devrait également être réduit — ou conduire à un choix plus restreint d'établissements — du fait des signes inquiétants de fragilité dont le système bancaire a fait preuve tout au long des années quatre-vingt. Au total, nous pouvons anticiper que les excédents pétroliers financeront le développement de l'Europe de l'Est autant par prêts officiels que par recyclage au travers des banques occidentales. Dès lors l'effet de recyclage au sens où on l'a entendu dans les années 1973 et 1979 ne jouera pas à plein. On peut le regretter tant cet apport de dépôts est providentiel pour un système bancaire en crise (la situation des banques américaines en particulier s'est très récemment aggravée).

Recyclage et désendettement : nous avons vu plus haut qu'une partie de l'endettement des pays exportateurs provenait de la volonté, lors d'une baisse des cours, de maintenir un volant important de liquidités permettant de saisir rapidement toute opportunité d'investissement à très fort rendement. Des déclarations récentes de financiers koweïtiens et saoudiens confirment cette interprétation. Ces pays ne devraient pas chercher à réduire le poids de leurs charges financières à court terme. Ces effets légèrement positifs risquent toutefois d'être fortement contrariés : parmi les grands pays exportateurs en effet, c'est l'Irak qui, justement, présentait la seule situation nette débitrice importante (si l'on s'en tient au solde dépôts moins emprunts auprès des banques déclarantes de la BRI).

Ce sont donc essentiellement des effets stabilisateurs (et de faible ampleur) qui ressortent de notre brève analyse : plus d'épargne, plus de liquidité, ni plus ni moins de prudence vis-à-vis des potentialités comme les pays de l'Est. Si l'on s'en tient aux conséquences financières directes du choc pétrolier du mois d'août 1990, il semble donc ne pas y avoir lieu de s'inquiéter. Seules, à court terme, les difficultés financières indirectes, engendrées par le ralentissement économique imputable à la hausse du prix du brut, peuvent entrer en résonance avec la crise bancaire américaine d'une part, la crise financière japonaise d'autre part. Mais, dans un tel contexte, le recyclage des « pétrodollars » ne pourra avoir qu'un effet favorable.

L'ARGENT DU PÉTROLE

BIBLIOGRAPHIE

- Amuzega J. *Oil exporters' economic development in an interdependent world*, occasional paper n° 18, International Monetary Fund, Wash. DC, April 1983.
- Assersohn R. *The biggest deal*, Londres : Methuen, 1982.
- Bloomfield A.I. and Marston R.C. *Policies for an OPEC dollar run*, Journal of Post-Keynesian Economics, spring 1981.
- Cohen B.J. *Banks and the balance of payments*, Londres Groom Helm, 1981.
- Dalers R.S. and Mattione R.P. *Managing global debt*, Wash. Brookings Institution, 1983.
- Fieleke N.S. *Oil shock III ?*, New England Economic Review, sept.-oct. 1990.
- Golub S.G. *Oil prices and exchange rates*, Economic Journal, September 1983.
- Hanselmann G. *Le défi du recyclage des pétrodollars*, étude n° 72, Union des Banques Suisses, Zurich, 1980.
- Jammal N. *Evolution et évaluation des investissements des pays du golfe sur les marchés financiers internationaux*, thèse de 3^e cycle, Université Paris Dauphine, 1985.
- Khoujat M.W. and Sadler P.G. *The economy of Kuwait : development and role in international finance*, Londres Mc Millan, 1979.
- Mattione R.P. *OPEC's investments and the international financial system*, Brookings Institution, 1985.
- Quandt W.B. *Saudi Arabia's oil policy*, Wash. Brookings Institution, 1982.
- Recent innovations in international banking* (Rapport CROSS), Bâle BRI, 1986.
- Ricœur N. *Les charges pétrolières de l'URSS : les conséquences de la crise du golfe*, CDC document de travail 90-20/E.